

# Pfandbrief-Design – Anpassungen in Zeiten der Schlesischen Landschaft

Dirk Schiereck und Wolfram Rauch

**Dass der Pfandbrief schneller als andere Kapitalmarktinstrumente in der Finanzkrise das Vertrauen der Investoren zurückerlangte, bestätigt die Vorzüge seiner Konstruktionsmerkmale gegenüber anderen Refinanzierungsvehikeln. Damit setzt der Pfandbrief seine lange Erfolgsgeschichte fort. Doch zeigen die Autoren anhand der Schlesischen Landschaft, dass der Pfandbrief immer wieder schmerzhaft aus Krisen lernen musste. Einige historische Erfahrungen sind dabei durchaus aktuell: So bleiben spekulative Immobilienpreise weiterhin eine Herausforderung für die Pfandbriefemittenten. (Red.)**

Im Jahresbericht „Der Pfandbrief 2010/2011“ des Verbands deutscher Pfandbriefbanken verweist Sebastian Sachs auf die Geschichte des Pfandbriefs, der mehr als 240 Jahre ohne Zahlungsverzögerungen oder gar Ausfälle die Anleger erfreut habe. Zwar ist der Pfandbrief heute in der Tat ein überaus sicheres und deshalb auch attraktives Instrument der Geldanlage, aber gar so lang geht die Erfolgsgeschichte doch nicht zurück. Ein kurzer Rückblick in die Geschichte der Schlesischen Landschaft zeigt, dass auch die Gründer der ersten Pfandbriefbank in der Ausgestaltung des Wertpapierdesigns einige Jahrzehnte lernen mussten. Insbesondere wird auch deutlich, dass das Management von Fristentransformation und Kündigungsoptionen bereits im frühen 19. Jahrhundert ein kritischer Erfolgsfaktor war.

Gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzkrise und der heutigen Qualität des Pfandbriefs erscheint es interessant zu analysieren, wie zu Beginn der Finanzintermediation die Aufgabenstruktur eines neu gegründeten Kreditinstituts und das damalige Wertpapierdesign ausgelegt waren. Im Mittelpunkt der weiteren Betrachtung steht dementsprechend die Schlesische Landschaft, die im Jahr 1770 als erste Pfandbriefbank heutiger Prägung gegründet wurde. Landschaften wurden auf staatliche Initiative hin errichtet, um die Kreditversorgung der preußischen Rittergutsbesitzer wiederherzustellen und langfristig zu sichern. Vor ihrer Errichtung erfolgte das ländliche Kreditgeschäft in direkten Finanzbeziehungen quasi marktorientiert. Diese Marktoption für die Finanzierung blieb mit den neu auftretenden Kreditinstituten erhalten. Ohne selbst Kredite zu vergeben, traten die Land-

schaften zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber, wobei sie sich darauf beschränkten, den Kreditgebern ihre Zahlungsforderungen zu garantieren, was dem Geschäftsmodell von Fannie Mae und Freddie Mac gar nicht unähnlich ist.

Den Landschaften wird nicht nur von den Zeitgenossen der Gründungsepoche, sondern auch im historischen Rückblick guter Geschäftserfolg im Bereich des landwirtschaftlichen Realkredits attestiert. Zur Untermauerung wird dabei vor allem auf die großen Kreditvolumina verwiesen, die insbesondere die Rittergutsbesitzer nach Implementierung dieser Finanzintermediäre aufnehmen konnten. Diese Kreditnehmergruppe war vor der Einsetzung der Landschaften dadurch gekennzeichnet, dass sie zur Aufrechterhaltung beziehungsweise Wiederherstellung ihres landwirtschaftlichen Gewerbebetriebs einen hohen Investitionsbedarf aufwies, der aufgrund fehlender Eigenmittel nur über Kredite zu finanzieren war, die wiederum kaum gewährt wurden, weil die Rittergüter bereits durchweg hoch verschuldet waren und deshalb als nicht kreditwürdig angesehen wurden. Vor diesem Hintergrund ist eine positive Beurteilung der Landschaften mit Verweis auf die durch sie induzierten Kreditaufnahmen durchaus angebracht.

## Die Autoren

**Prof. Dr. Dirk Schiereck** ist Inhaber des Lehrstuhls im Fachgebiet Unternehmensfinanzierung an der Technischen Universität Darmstadt. **Wolfram Rauch** ist Historiker und freier Wissenschaftsjournalist in Berlin.

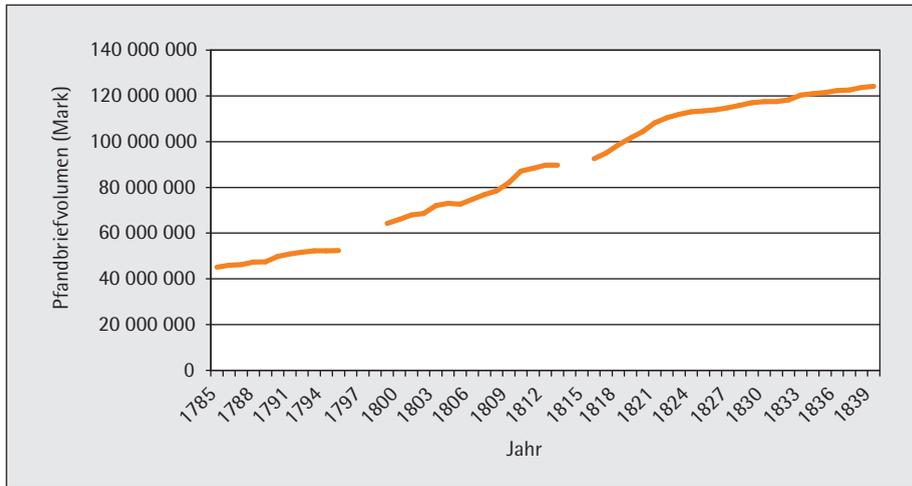
Die Beurteilung der emittierten Pfandbriefe und des Kapitalgeberschutzes bei den Landschaften ist nicht ohne einen Überblick zur gesamtwirtschaftlichen Ausgangslage im Zeitraum der Gründungen zu verstehen. Deshalb ordnet Abschnitt 2 zunächst die Gründung der Schlesischen Landschaft in den historischen Kontext ein. Anschließend geht Abschnitt 3 detailliert auf die damalige Ausgestaltung des Pfandbriefs ein. Abschließend fasst Abschnitt 4 die wesentlichen Erkenntnisse zusammen und gibt einen kurzen Ausblick.

## Historische Ausgangslage

Die Organisation des landwirtschaftlichen Realkredits im Preußen Friedrichs II. hat ihren Ausgangspunkt in der dramatischen Situation, in der sich die adligen Rittergutsbesitzer nach den Schlesischen Kriegen (1740 bis 1742, 1744 bis 1745 und 1756 bis 1763) befanden (Bissing, 1936, S. 1ff.; Magura, 1986, S. 227). Besonders in der zuvor österreichischen Provinz Schlesien bewegten sich die etwa 1 300 Eigentümer der 3 800 Rittergüter auf einen Kollektivbankrott zu (Ziekursch, 1927, S. 43; Stutzer, 1976, S. 586). Aufgrund der Schulden und des Ausbleibens von Zins- und Tilgungsleistungen fanden sich in direkten Finanzbeziehungen keine Kreditgeber, vielmehr hatten die noch überwiegend österreichischen Gläubiger ihre jederzeit kündbaren Kredite in den Kriegszeiten zurückgefordert.

Friedrich II. bewahrte die Gutsbesitzer zunächst mit einem Moratorium vor dem Zusammenbruch. Hiermit nahm er den Rittergutsbesitzern jedoch die letzte Kreditwürdigkeit. Nach Ablauf des Moratoriums verfielen über 400 Güter der Zwangsversteigerung, wobei häufig nicht die in Schlesien maximal bis zu 50 Prozent des Schätzwertes oder des letzten Kaufpreises gerichtlich zu versichernden Hypotheken erzielt wurden (Mauer, 1921, S. 72). Die Bonität schlesischer Kreditnehmer und damit die Finanzierungsbereitschaft der Kreditgeber hatte vor Ausbruch der Kreditkrise gerade auf dem Umstand beruht, dass in Schlesien Kredite des Adels auf ihre Rittergüter nur für die erste Hälfte des Wertes im Grundbuch hypothekarisch eingetragen werden durften. Da sich bei der Verwertung der Immobilien nun zeigte, dass selbst eine Realisation in Höhe des hypothekarisch gesicherten Kreditbetrages nicht gegeben war, wurde die Gewährung neuer Kredite von der Bereitstellung zusätzlicher Sicherheiten abhängig gemacht, die

**Abbildung 1: Ausstehendes Pfandbriefvolumen der Schlesischen Landschaft**



Quelle: Daten aus Hecht (1908), S. 2f. Für einige Jahre kann auch diese Quelle keine Marktdaten liefern, entsprechend sind die Lücken im Verlauf der Abbildung zu erklären.

von den Rittergutsbesitzern nicht erbracht werden konnten.

Die Grundidee der dann gegründeten Schlesischen Landschaft bestand im Kern aus zwei Schritten. Zum einen sollte das in den adeligen Ländereien vorhandene Realvermögen durch die Ausstellung von Pfandbriefen verbrieft und damit handelbar gemacht werden. Da eine nachhaltige Werthaltigkeit der Immobilien nicht mehr allgemein akzeptiert wurde, musste in einem zweiten Schritt die Bonität der Pfandbriefe gestützt werden.

Zu diesem Zweck sollten Schuldner und Gläubiger durch die Institution einer die Zahlungsverpflichtungen garantierenden Kreditkasse voneinander getrennt werden. Die Pfandbriefinhaber würden so nicht in einen eventuellen Konkurs von Rittergutsbesitzern verwickelt. Das Institut wurde selbst nicht als Kreditgeber aktiv und hatte zunächst kaum Eigenkapital (Klein, 1982, S. 294).

Die Etablierung der Schlesischen Landschaft erwies sich zunächst als offensichtlicher Erfolg, sodass in kurzer Folge weitere Institute gegründet wurden. Bis 1805 finanzierten diese sogenannten älteren Landschaften den Landadel mit rund 54 Millionen Talern in Form von verbrieften Krediten (Mauer, 1907, S. 21) und sorgten bis zu den Napoleonischen Kriegen (1806/07 und 1812/13) für eine Phase außerordentlicher Prosperität in der Landwirtschaft. Der Wert allein der schlesischen Güter stieg bis Ende des 18. Jahrhunderts auf rund 200 Millionen Taler (Magura, 1986, S. 71). Abbildung 1 verdeutlicht den Erfolg der Schlesischen Landschaft anhand der Entwicklung des Volumens (in Mark), den die ausgebe-

nen Pfandbriefe nominal seit Gründung des Instituts erreicht hatten.

### Wertpapierdesign und Wertentwicklung

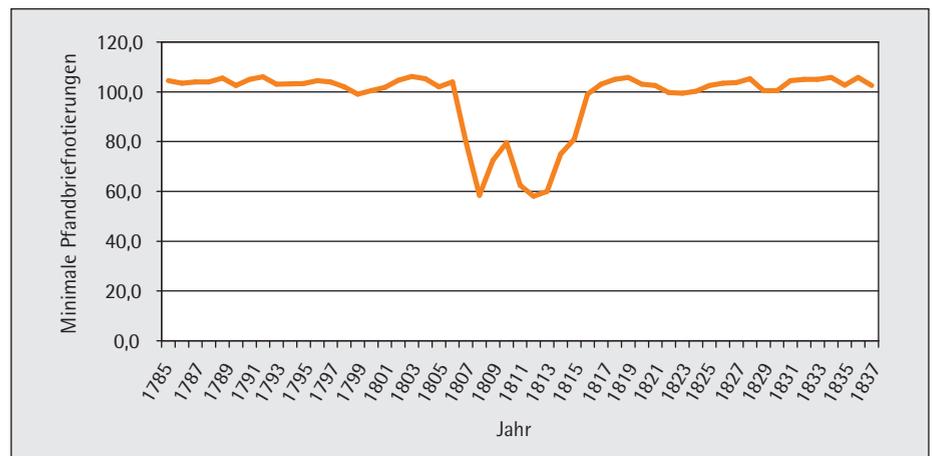
Die Attraktivität der Pfandbriefe basierte auf der Trennung von Gläubigern und Schuldnern durch die Zwischenschaltung eines Intermediärs in Form der für die Schuld garantierenden Landschaft, an die Gläubiger allein ihre Forderungen richten konnten. Daher waren die Pfandbriefinhaber niemals in ein mögliches Konkursverfahren eines Rittergutsbesitzers involviert und von allen Konkurskosten befreit. Der Pfandbrief wurde als ewige Anleihe emittiert mit Kündigungsrechten der Gläubiger. Das Emissionsvolumen für die Pfandbriefe durfte die Hälfte des durch die landschaftliche Taxe ermittelten Gutswerts nicht übersteigen

und musste direkt nach der Ausstellung in das Hypothekenbuch und in das von der Landschaft zu führende Landschaftsregister eingetragen werden. Dabei durften den Pfandbriefen keine andersartigen Hypotheken vorstehen. Es gab zwei Arten von Pfandbriefen. Die Capitalsbriefe wurden mit Nennwerten von mehr als 100 Talern ausgestellt und vom Emittenten mit 5,0 Prozent nominal verzinst. Im Gegensatz zu den jederzeit einlösbaren Realisationsbriefen bedurften sie zur Ablösung durch den Inhaber einer halbjährigen Kündigung, konnten aber jederzeit an andere Anleger veräußert werden.

Um seine Kredite zu tilgen, konnte ein Rittergutsbesitzer die von ihm emittierten Pfandbriefe am Markt aufkaufen. Dies war allerdings in den ersten 50 Jahren des Bestehens der Schlesischen Landschaft unüblich. Insbesondere in der Folge der Napoleonischen Kriege erhöhte sich die Verschuldung der Rittergüter erheblich, sodass Tilgungen über Rückkauf am Markt in Schlesien bis 1843 kaum praktiziert wurden, da die adeligen Gutsherrn gerade in den Kriegs- und Nachkriegszeiten, in denen die Pfandbriefe deutlich unter pari notierten, selbst nur mit staatlichen Zinsmoratorien wirtschaftlich überleben konnten.

Angesichts des hohen Kreditvolumens, das die adeligen Rittergutsbesitzer durch die Einrichtung der Schlesischen Landschaft in Form von Pfandbriefemissionen aufnahmen, ist die Gründung dieses Realkreditinstituts sicherlich als erfolgreich zu bewerten. Auch die über lange Jahre sehr stabile Kursentwicklung der Pfandbriefe und die daraus abzuleitende gute Bonität der Schuldner sind als positives Indiz aufzufassen. Das zentrale Ziel bei der Gründung der Bank, den Ritter-

**Abbildung 2: Minimale Pfandbriefnotierungen der Schlesischen Landschaft (Angaben in Prozent)**



Quelle: Daten aus Hecht (1908), S. 23f.

gutsbesitzern Möglichkeiten zur Um- und Neuverschuldung zu öffnen, konnte deshalb gegen Ende des 18. Jahrhunderts als erreicht betrachtet werden. Aber den Schluss daraus zu ziehen, dass die durch die Kreditvergabe zum Ausdruck kommende offensichtliche Erwartungshaltung der Pfandbriefinhaber in die Sicherheit ihrer Geldanlage auch auf einer tatsächlich einen effektiven Kreditgeber-schutz gewährenden Institution beruht, wäre voreilig. Denn die behauptete Sicherheit ohne Zahlungsverzögerungen galt leider nicht durchgehend für die erste Hälfte des 19. Jahrhunderts.

### Zahlungssicherheit des Pfandbriefs

Nicht nur sicher, sondern auch jederzeit liquidierbar sind die aus den Pfandbriefen abgeleiteten Forderungen, wenn die von der Landschaft verwalteten Mittel auf jeden Fall ausreichen, die täglich fälligen Realisationsbriefe auszuzahlen. Da diese liquiden Mittel aber stets deutlich weniger als zehn Prozent des ausstehenden Pfandbriefvolumens ausmachten, hätte der Bestand nie ausreichen können, in Krisenzeiten mit illiquiden Pfandbriefschuldern alle Forderungen zu bedienen.

Aber nicht nur das Liquiditätsmanagement der Landschaft, sondern auch das Wertpapierdesign des Pfandbriefs war damals nicht geeignet, ein sicheres Investment zu garantieren. Denn auch wenn politische Ausnahmesituationen hier zunächst aus der Betrachtung ausgeblendet bleiben, ist die gesamte Wertpapierkonstruktion einer ewigen Anleihe, die der Gläubiger jederzeit kündigen und die Auszahlung zu pari verlangen kann, unsinnig gewesen. Sie versetzt die Landschaft in die Stillhalterposition einer Zinsoption. Steigt das Marktzinsniveau über 6,0 Prozent, sinkt der Wert der Pfandbriefe unter pari bei gleichzeitigem Liquidationsrecht zu pari. Mit einer rationalen Anlageentscheidung würde ein Pfandbriefinhaber bei einem entsprechenden Zinsanstieg die Wertpapiere der Landschaft zu pari andienen.

Dass der Pfandbrief damals in der Tat kein sicheres Investment war, zeigte sich erstmals nach den Napoleonischen Kriegen, als der Landadel sich in einer ähnlichen Situation wie nach dem Siebenjährigen Krieg befand. Die allgemein angespannte Finanzlage führte auf den Kapitalmärkten zu einem starken Zinsanstieg, sodass auch schlesische Pfandbriefe, die vor dem Krieg meist mit Aufschlag gehandelt wurden, seit 1806/07

unter pari gesunken waren, womit sich der Pfandbriefkredit entsprechend verteuerte. Als Folge dieser zugespitzten Lage gab es ab 1807 einander ablösende Zahlungsmoratorien und ein weiteres Absinken der Pfandbriefkurse. Die Landschaften waren zahlungsunfähig geworden. Anfang 1812 notierten Pfandbriefe unter 60 Prozent (Magura, 1986, S. 222; Mauer, 1907, S. 32; Hecht, 1908, S. 23). Abbildung 2 gibt für die Kursentwicklung der Pfandbriefe einen Überblick.

Vor dieser angespannten Finanzmarktsituation musste nicht nur der kriegsbedingte Investitionsbedarf gedeckt werden. Nach dem Krieg kam es zu umfangreichen Kündigungen von Capitalsbriefen, das Kursniveau war auf einem historischen Tiefststand. Überraschend ist vor diesem Hintergrund eher, dass der überwiegende Teil der Pfandbriefe dennoch nicht liquidiert wurde. Auch die Refinanzierung der gekündigten Wertpapiere war natürlich dringend erforderlich. Die Schlesische Landschaft schaffte es immerhin, im Zeitraum von 1815 bis 1820 Pfandbriefe im Volumen von 5,24 Millionen Talern auszugeben (Mauer, 1907, S. 33f.). Dieses Emissionsvolumen ist angesichts der Gesamtkonstellation durchaus beachtlich und muss als Erfolg der Landschaft und des Pfandbriefs trotz der aufgezeigten institutionellen Defizite gewertet werden.

Auch nach dem Krieg waren die Zahlungsansprüche der Pfandbriefkäufer nur begrenzt werthaltig und überhaupt nicht liquide. Ein verändertes rechtliches Umfeld und die Entwicklung der landwirtschaftlichen Erzeugerpreise brachten die Rittergutsbesitzer in eine wirtschaftliche Situation, in der sie lange Zeit nur durch staatliche Moratorien Schutz vor ihren Gläubigern fanden. Die nächste große Krise der Schlesischen Landwirtschaft in den 1840er Jahren war, wie Treue (1978) ausführt, nicht durch politische Ereignisse angestoßen, sondern die Kausalität war eindeutig umgekehrt, und den Ausgangspunkt kann man in typischen unternehmerischen Risiken finden, die für die Rittergutsbesitzer schlagend wurden.

Die Krise erwuchs aus der Bodenspekulation und wurde 1844 durch schwere Missernten, Rinderpest und Überschwemmungen verschärft. Die Kurse der Pfandbriefe sanken erneut stark ab, und das Pfandbriefvolumen ging erstmals überhaupt bis zum Ende der 1840er Jahre nachhaltig um etwa 14 Prozent zurück (Hecht, 1908, S. 3-24). Diese zweite Krise war also dramatischer als

die erste in der Folge der napoleonischen Kriege. Erst 30 Jahre später erreichten die Preise der Pfandbriefe wieder das Niveau von 1839, das Umlaufvolumen von 1839 wurde 1853 wieder erzielt. Im historischen Rückblick ist der Schlesischen Landschaft somit bestenfalls ein bedingter (Schönwetter-)Erfolg zuzugestehen und die Sicherheit des Pfandbriefs dauert jetzt 140 und nicht 240 Jahre.

### Immobilienpreis-Spekulationen auch künftig eine Herausforderung

Während die Einsetzung fokussierter Immobilienfinanzierer bereits vor 240 Jahren eine sehr nachhaltige, spürbare Verbesserung der Kreditversorgung bewirkte und deshalb rückblickend als großer Erfolg gewertet werden muss, war die erste Ausgestaltung des Pfandbriefs nicht krisensicher. So sorgten zahlreiche Liquiditäts- und Bonitätsprobleme in den ersten 100 Jahren seiner Existenz unter anderem für mehrjährige Zinsmoratorien. Zwei Ausgestaltungselemente erwiesen sich als besonders kritisch. Zum einen besaßen Pfandbriefgläubiger Kündigungsrechte, die gerade in Hochzinsphasen genutzt wurden. Zum anderen stellten stark schwankende Immobilienpreise (teilweise getrieben durch spekulative Investments auf Ackerflächen) die Werthaltigkeit des Pfandbriefs infrage. Gerade der letztgenannte Aspekt wird auch in Zukunft – das hat uns die Finanzkrise gelehrt – das Management von Pfandbriefbanken fordern.

#### Literaturverzeichnis

- Bissing, W.M.v. (1936), *Der Realkredit der deutschen Landwirtschaft*, Berlin, Leipzig.  
 Hecht, F. (1908), *Die Landschaften und landschaftsähnlichen Kreditinstitute in Deutschland*, Abt. 3, Bd. 1, *Die Organisation des Bodenkredits in Deutschland: Statistik*, Leipzig.  
 Klein, E. (1982), *Von den Anfängen bis zum Ende des alten Reiches (1806)*, in: Institut für bankhistorische Forschung e.V. (Hrsg.), *Deutsche Bankengeschichte Bd. 1*, Frankfurt.  
 Magura, W. (1986), *Geschichte der Landwirtschaft Schlesiens. 2000 Jahre Bauernkultur*, Hamburg, Berlin.  
 Mauer, H. (1907), *Das Landschaftliche Kreditwesen Preussens. Agrargeschichtlich und volkswirtschaftlich betrachtet*, Straßburg.  
 Mauer, H. (1921), *Die private Kapitalanlage in Preußen während des 18. Jahrhunderts*. Aus dem handschriftlichen Nachlaß des Verfassers herausgegeben von E. Wegener, Mannheim, Berlin, Leipzig.  
 Stutzer, D. (1976), *Die Schlesische Landschaft zur Zeit ihrer Gründung 1770 bis 1775*, *Berichte über Landwirtschaft, Zeitschrift über Agrarpolitik und Landwirtschaft*, 54, 585-600.  
 Treue, W. (1979), *Gesellschaft, Wirtschaft und Technik Deutschlands im 19. Jahrhundert*, in: H. Grundmann (Hrsg.), *Handbuch der deutschen Geschichte Bd. 3, 2. Nachdruck*, Stuttgart, S. 377-540.  
 Ziekursch, J. (1927), *Hundert Jahre schlesische Agrargeschichte. Vom Hubertusburger Frieden bis zum Abschluß der Bauernbefreiung*, Breslau. ■